



Research and
Development Center

夯实两大基石业务，加速新客户拓展，平台扩张能力凸显

—美好医疗(301363)公司深度报告

2024年06月25日

唐爱金 医药行业首席分析师	曹佳琳 医药行业分析师
S1500523080002	S1500523080011
tangaijin@cindasc.com	caojialin@cindasc.com

相关研究

1. 去库存影响下业绩短期承压，新业务发展势头良好

证券研究报告

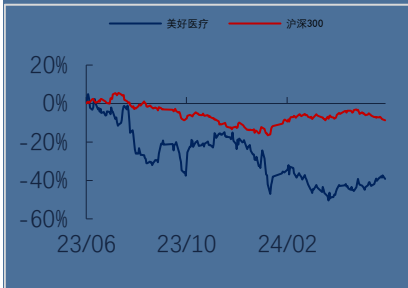
公司研究

公司深度报告

美好医疗 (301363)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	27.35
52 周内股价波动区间 (元)	47.20-22.30
最近一月涨跌幅 (%)	4.67
总股本 (亿股)	4.07
流通 A 股比例 (%)	27.58
总市值 (亿元)	111.22

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

夯实两大基石业务，加速新客户拓展，平台扩张能力凸显

2024 年 06 月 25 日

本期内容提要：

➤ **核心逻辑：**我们认为公司是国内领先的精密组件制造商，目前家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件业务保持稳步发展。由于液态硅胶、精密模具、自动化等底层技术具有较好的延展性，公司逐步拓展监护、介入、给药等其他医疗领域，以及咖啡壶组件等家用消费电子领域的客户，实现多元化布局，业务呈现较好的成长性。

➤ **夯实两大基石业务，和大客户合作持续加深，“呼吸机组件”和“人工植入耳蜗组件”业务稳步发展。**公司是家用呼吸机市场龙头企业客户 A 和人工植入耳蜗全球市场龙头企业客户 B 的核心供应商，随着合作持续加深，“呼吸机组件”和“人工植入耳蜗组件”业务已成为公司的基石业务，收入合计占比超过 70%。

①**家用呼吸机组件业务：**2023 年受下游客户阶段性去库存影响，家用呼吸机组件业务下滑 18%，我们认为家用呼吸机业务板块的波动或是暂时的，未来随着去库存进入尾声，有望逐步恢复，且公司和客户 A 合作仍有较大可拓展空间，2018-2020 年公司对客户 A 的销售额在客户 A 的营业成本占比仅为 7% 左右，而国内呼吸机厂商（以怡和嘉业为例）采购结构件的成本在直接材料成本中占比约 45%。

②**人工植入耳蜗业务：**人工植入耳蜗技术涉及学科较多，技术门槛高，公司与客户 B 的合作稳定，相关业务收入从 2018 年的 3312 万元增长到 2023 年 1.14 亿元，年复合增速达 28%，未来随着客户 B 市场规模不断扩大，公司人工植入耳蜗业务也有望保持稳步增长。

➤ **依托技术硬实力，加速新客户拓展，多元化布局初显成效。**公司凭借着较强的医疗器械组件及产品的研发实力、精密模具的设计和制造技术能力、自动化生产系统的开发 and 创新能力，在行业内树立了较高的品牌知名度，不断拓展新的业务领域，目前为多家全球领先的医疗器械企业如迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等提供监护、给药、介入、助听等细分领域产品和组件的开发及生产服务。由于底层技术具有较好的延展性，公司还逐步拓展了电生理、器械消毒、手术机器人、眼科器械、血糖管理、体外诊断等细分赛道，以及咖啡机组件、手机防水组件等家用消费电子产品。公司客户、产品线、应用领域的逐步增加，推动了公司销售收入的增长，2023 年公司除去“呼吸机组件”和“人工植入耳蜗组件”，其余板块营收综合增速达到了 38%，其中家用及消费电子组件实现营收 1.50 亿元 (yoy+94%)，新业务展现较好的成长性。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.73 亿元、20.84 亿元、25.88 亿元，同比增速分别为 25.0%、24.6%、24.2%，2024-2026 年实现归母净利润为 3.93 亿元、4.93 亿元、6.16 亿元，同比分别增长 25.5%、25.3%、25.0%，对应当前股价 PE 分别为 28、23、18 倍，首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

➤ **风险因素：**大客户依赖风险；汇率波动风险；新业务拓展不及预期风险；

毛利率波动风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,415	1,338	1,673	2,084	2,588
增长率 YoY %	24.4%	-5.5%	25.0%	24.6%	24.2%
归属母公司净利润 (百万元)	402	313	393	493	616
增长率 YoY%	29.7%	-22.1%	25.5%	25.3%	25.0%
毛利率%	43.0%	41.2%	42.0%	41.7%	41.5%
净资产收益率ROE%	13.3%	9.8%	11.5%	13.3%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	0.99	0.77	0.97	1.21	1.51
市盈率 P/E(倍)	27.66	35.50	28.30	22.58	18.06
市净率 P/B(倍)	3.68	3.50	3.26	3.00	2.72

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年6月24日收盘价

目录

一、医疗器械精密组件制造商，业务多元化发展	6
1.1 深耕呼吸机及人工植入耳蜗组件，新业务逐步成长.....	6
1.2 管理架构清晰，股权集中度较高.....	6
1.3 去库存影响下业绩短期承压，长期成长趋势不变.....	7
二、掌握液态硅胶模具技术，自动化加持，铸造生产壁垒	10
2.1 液态硅胶模具技术壁垒高，公司技术赶超国际先进水平.....	10
2.2 自动化生产经验丰富，提升公司生产效率.....	11
2.3 进行海外产能布局，满足客户供应链管理要求，提升服务能力.....	12
三、夯实两大基石业务，加速新客户拓展，实现多元化发展	13
3.1 家用呼吸机组件：和客户 A 合作稳定且存在加深趋势，业务稳步发展.....	13
3.2 人工植入耳蜗组件：市场需求复苏，业务恢复增长.....	16
3.3 多元化业务：依托技术硬实力，加速新客户拓展，平台扩张能力凸显.....	17
四、业务拆分、估值与投资评级	20
4.1 业务拆分及盈利预测.....	20
4.2 估值与投资评级.....	22
五、风险因素	23

表目录

表 1: 公司股权激励计划方案.....	7
表 2: 塑胶模具和液态硅胶模具对比.....	10
表 3: 公司液态硅胶技术的领先性.....	10
表 4: 公司与客户 A 合作的呼吸机及呼吸面罩结构组件情况.....	15
表 5: 公司与客户 B 合作的人工耳蜗组件情况.....	17
表 6: 液态硅胶应用领域较为广泛.....	19
表 7: 美好医疗业务拆分.....	20
表 8: 公司盈利预测情况 (2023-2026E).....	21
表 9: 可比公司估值情况.....	22

图目录

图 1: 公司业务情况.....	6
图 2: 公司股权架构情况.....	7
图 3: 公司近年营业收入变动情况 (百万, %).....	8
图 4: 公司近年归母净利润变动情况 (百万, %).....	8
图 5: 公司近年收入结构变动情况 (分业务, %).....	8
图 6: 公司近年收入结构变动情况 (分地区, %).....	8
图 7: 公司近年盈利能力变动情况 (%).....	9
图 8: 公司近年费用率变动情况 (%).....	9
图 9: 公司模具及自动化能力情况.....	11
图 10: 公司精密模具及自动化设备收入情况 (%).....	12
图 11: 公司精密模具及自动化设备前五大客户情况 (2021).....	12
图 12: 马来西亚营收情况.....	12
图 13: 公司所处产业链情况.....	13
图 14: 全球家用无创呼吸机市场规模 (2016-2025E).....	14
图 15: 全球家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分 (2020).....	14
图 16: 全球通气面罩市场规模 (2016-2025E).....	14
图 17: 全球通气面罩市场按厂家的销售额拆分 (2020).....	14
图 18: 瑞思迈 2005-2023 年营业收入情况.....	15
图 19: 呼吸机成本构成 (%).....	16
图 20: 公司家用呼吸机业务收入情况.....	16
图 21: 全球人工植入耳蜗市场规模 (2016-2025E).....	16
图 22: 全球人工植入耳蜗市场格局 (2020).....	16
图 23: 公司 2018-2023 年人工植入耳蜗业务收入变化.....	17
图 24: 公司客户拓展时间轴.....	18
图 25: 公司家用及消费电子组件业务收入变化.....	19
图 26: 公司其他医疗产品组件业务收入变化.....	19

投资聚焦：

1、与客户 A、客户 B 合作持续加深，基石业务稳定发展。目前，公司的“呼吸机组件”和“人工植入耳蜗组件”业务收入合计占比超过 70%，已成为公司的基石业务。我们认为作为家用呼吸机市场龙头企业客户 A 和人工植入耳蜗全球市场龙头企业客户 B 的核心供应商，公司和客户 A、客户 B 之间信任度较高，合作关系较为稳定，且公司对客户 A 和客户 B 的销售额分别在客户 A 和客户 B 的营业成本占比较低，仍有较大的拓展空间。我们认为随着家用呼吸机和人工植入耳蜗行业持续发展，公司和客户 A、B 的合作持续加深，相关组件业务有望保持稳步发展。

2、依托较强技术，加速新客户拓展，多元化布局初显成效。公司凭借着较强的医疗器械组件及产品的研发实力、精密模具的设计和制造技术能力、自动化生产系统的开发和创新能力，不断拓展全球医疗器械优质客户，给多家全球领先的医疗器械企业提供监护、给药、介入、助听、血糖管理等细分领域产品和组件的开发及生产服务，由于精密模具和液态硅胶技术具有较好的延展性，公司新拓展了手机防水组件、咖啡壶组件等家用和消费电子业务，多元化布局初显成效。我们认为随着公司客户、产品线、应用领域的逐步增加，业务有望展现较好的成长性。

3、重视全球化产能布局，提升客户服务能力。公司重视全球化生产和产品开发能力，持续加强产能建设，惠州大亚湾建设的新产业园以及马来二期厂房均已全部正式投入生产使用，并启动了马来子公司的三期扩产建设项目，我们认为随着惠州大亚湾及马来西亚生产基地的产能逐步释放，公司满足客户全球化生产供应的需求、服务全球客户的能力有望进一步提升，也为多元化业务发展提供坚实的生产保障。

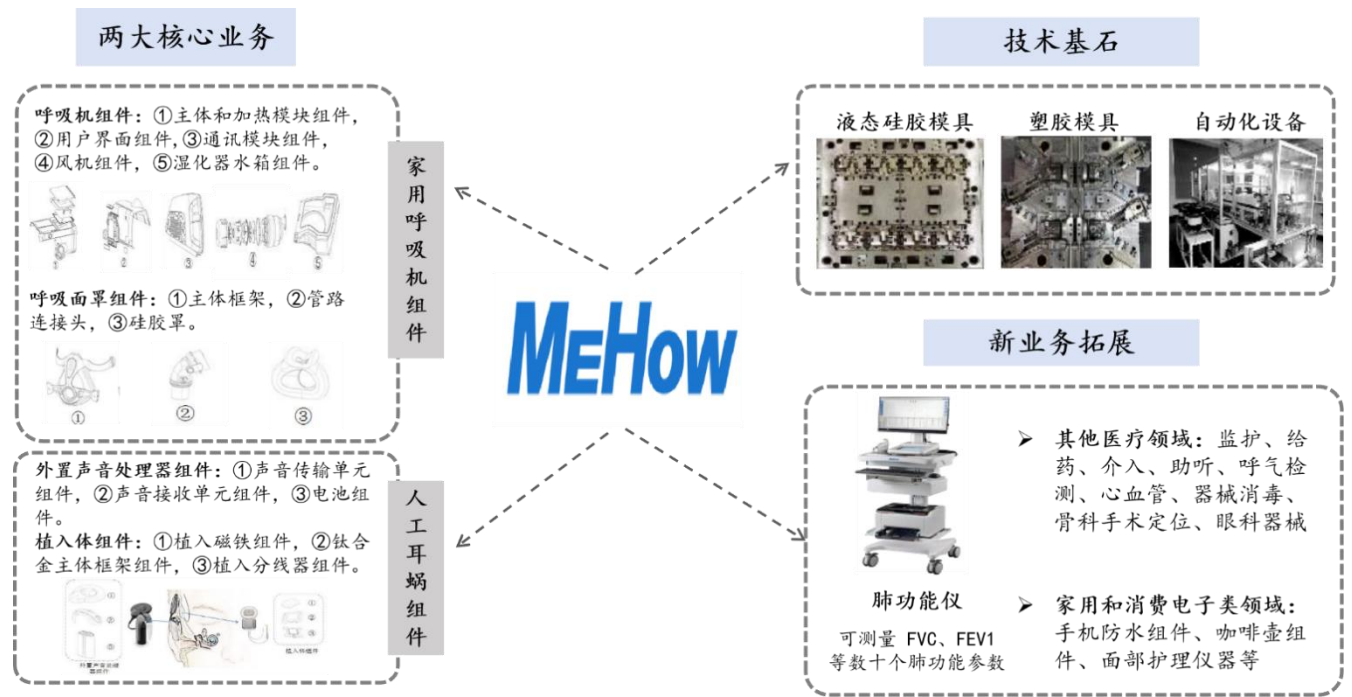
一、医疗器械精密组件制造商，业务多元化发展

1.1 深耕呼吸机及人工植入耳蜗组件，新业务逐步成长

美好医疗成立于 2010 年，公司以医疗器械组件及产品的开发技术、塑胶和液态硅胶精密模具及成型技术、自动化技术、精密制造技术和完善的医疗器械合规管理体系为基础，专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，为国内外医疗器械客户提供从产品设计开发到批量生产交付的全流程服务。

公司目前以家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件的开发、制造为主，并逐步拓展至监护、介入、给药等其他医疗领域，以及手机防水组件、咖啡壶组件等家用和消费电子产品领域。

图1: 公司业务情况

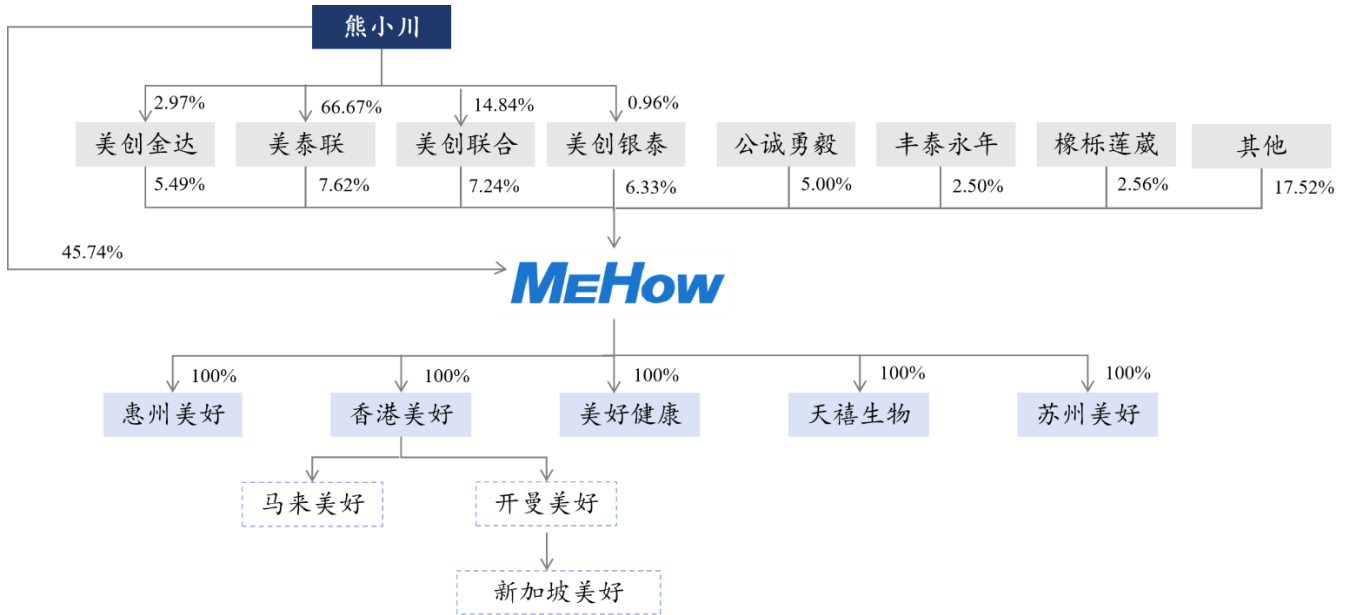


资料来源：美好医疗招股说明书，信达证券研发中心

1.2 管理架构清晰，股权集中度较高

公司的实际控制人为熊小川先生，在公司担任董事长、总经理职位，直接持有公司 45.74% 的股权，并通过美泰联以及员工持股平台（美创联合、美创银泰、美创金达）间接控制公司 26.68% 股权，合计控制公司 72.42% 股权，股权集中度较高，更有利于公司高效率的经营决策执行。

从业务分布来看，公司管理架构较为清晰，惠州美好、苏州美好主要负责产品的研发、生产与销售，美好健康主要负责个人健康防护产品的销售、天禧生物主要负责医疗器械的销售，香港美好为海外销售平台，香港美好与客户签订合同、订单后，由深圳美好、马来美好进行生产，再通过香港美好将货物销售给境外客户，马来美好是公司设立在马来西亚的生产主体，专注于呼吸机组件的生产与销售。

图2: 公司股权架构情况


资料来源：美好医疗公司公告，wind，信达证券研发中心

发布股权激励，绑定核心员工，彰显公司成长信心。在员工激励机制方面，为实现员工利益与公司利益深度绑定，公司发布了2024年限制性股票激励计划，以12.42元/股授予163名董事、高管以及核心员工限制性股票，共计600万股（首次授予532.53万股），考核目标值为以2023年为基数，2024-2026年营业收入或净利润增速分别不低于25.00%、56.25%、95.31%。股权激励计划的颁布充分彰显公司对未来持续成长的信心，有利于激发团队积极性。

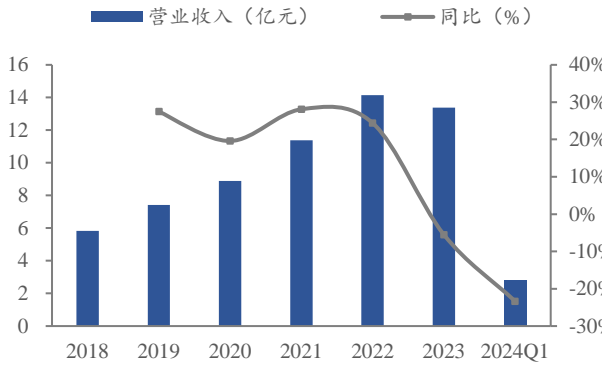
表1: 公司股权激励计划方案

首次公告日	授权价格	授予股数	考核目标	
2024-05-10	每股12.42元	激励总股数600.00万股(占总股数1.48%)	目标值 可归属比例=100%	1) 2024年营业收入、净利润较2023年增长比例不低于25%； 2) 2025年营业收入、净利润较2023年增长比例不低于56.25%； 3) 2026年营业收入、净利润较2023年增长比例不低于95.31%。
			触发值 可归属比例=80%	1) 2024年营业收入、净利润较2023年增长比例不低于20%； 2) 2025年营业收入、净利润较2023年增长比例不低于44%； 3) 2026年营业收入、净利润较2023年增长比例不低于72.80%。

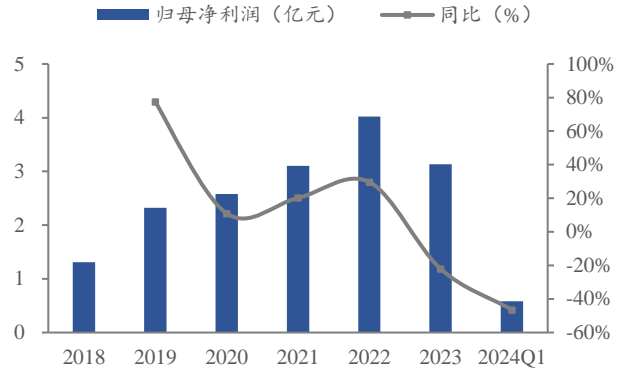
资料来源：美好医疗公司公告，信达证券研发中心

1.3 去库存影响下业绩短期承压，长期成长趋势不变

终端去库存，短期收入承压，长期成长趋势不变。从收入层面上看，公司营业收入从2018年的5.82亿元增长到了2022年的14.15亿元，年复合增速达25%，展现了较好的成长趋势，2023年公司实现营业收入13.38亿元（yoy-5.49%），主要是核心业务家用呼吸机组件受下游客户阶段性去库存影响所致。从利润端来看，公司归母净利润从2018年的约1.31亿元增长至2022年的4.02亿元，年复合增速达32%，略快于收入，展现了公司较好的费用控制能力和生产规模效益，2023年受收入规模缩减，归母净利润下降至3.13亿元（yoy-22.08%）。我们认为公司在家用呼吸机业务板块的波动或是暂时的，未来随着去库存进入尾声，有望逐步恢复，且随着公司在血糖、体外诊断、心血管、给药、助听、监护等细分领域布局深入，客户数量不断壮大，新业务有望为公司未来发展提供持续增长动力。

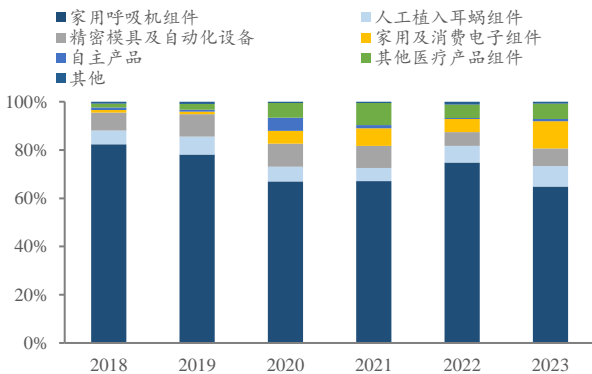
图3: 公司近年营业收入变动情况 (百万, %)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

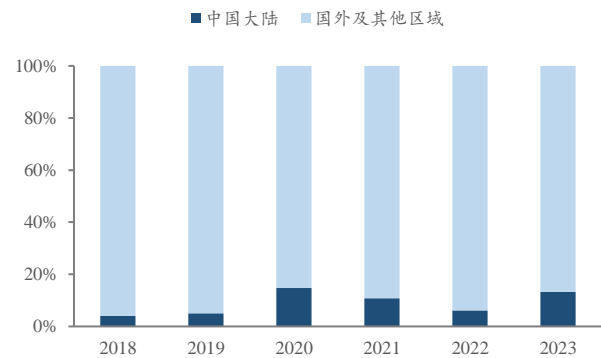
图4: 公司近年归母净利润变动情况 (百万, %)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

家用呼吸机组件业务是核心，新业务逐步成长。从收入结构来看，公司的营业收入由家用呼吸机组件、人工植入耳蜗组件、精密模具及自动化设备、家用及消费电子组件等构成，其中家用呼吸机组件超过60%，近年来随着公司其他医疗器械组件、家用及消费电子组件等业务不断成长，业务结构逐步朝着多元化方向发展。从区域分布来看，公司外销收入占比较高，2023年来自国外及其他区域的收入占比达86.72%，主要是因为公司的客户A和客户B均在境外。

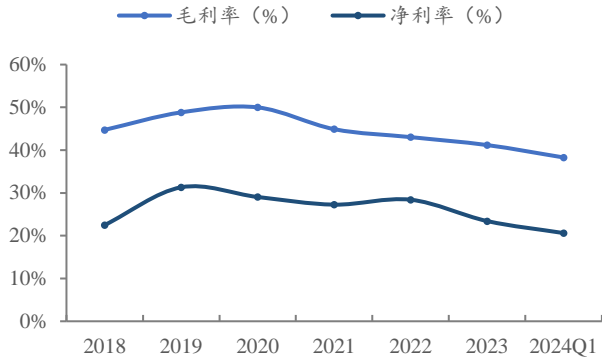
图5: 公司近年收入结构变动情况 (分业务, %)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

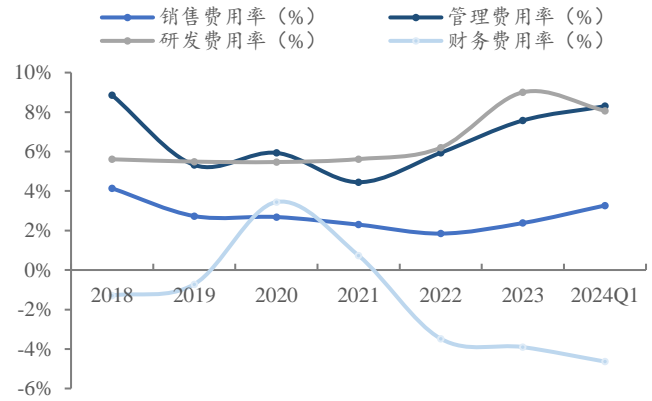
图6: 公司近年收入结构变动情况 (分地区, %)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

销售毛利率稳中有降，随着费控能力提升，盈利能力有望逐步增强。从盈利能力情况看，2020-2021年受汇率变化、美元贬值影响，公司以美元计价的核心产品-呼吸机组件和人工植入耳蜗组件的销售价格略有下降，叠加生产端原材料涨价，新业务由于生产经验不足导致损耗率有所增加，公司生产成本随之提升，公司毛利率从而略有下降，2024年一季度公司毛利率为38.29%，我们认为随着机械设备自动化程度进一步提高，生产效率提升，有望对公司毛利率带来积极影响。从费用端来看，公司销售费用率稳中略有下降，而管理费用略有上升，主要是新建办公楼投入使用导致折旧增加以及新增发行费用等导致，研发费用率在2023年有显著提升，主要是因为公司加大了心血管介入、电生理、节律管理、体外诊断、血糖管理、外科等新领域的技术创新平台建设。我们认为随着公司费控能力提升，净利率水平有望逐步提升，盈利能力有望逐渐增强。

图7: 公司近年盈利能力变动情况 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图8: 公司近年费用率变动情况 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

二、掌握液态硅胶模具技术，自动化加持，铸造生产壁垒

2.1 液态硅胶模具技术壁垒高，公司技术赶超国际先进水平

公司深耕医疗精密组件领域，业务的发展与公司在塑胶和液态硅胶精密模具领域的设计开发能力、自动化水平等息息相关。公司拥有专业模具设计师团队，能够较好的满足客户在模具研发、设计、材料选型、制造等方面的需求，还能为客户提出有价值的技术解决方案。通过多年的技术积累，公司在塑胶模具、液态硅胶模具和植入类精密模具方面形成了核心竞争力，在塑胶模具设计与制造方面，公司拥有多组分设计、多模穴设计、高复杂度模具设计等方面的技术优势，在液态硅胶模具方面，公司拥有成型技术、特定产品专用技术和长期植入医用零件制造技术。

液态硅胶模具应用场景广，技术难度高，为公司塑造了较坚实的技术壁垒。相较于塑胶，液态硅胶由于具有优异的抗撕裂性、高回弹性、抗变黄性好、耐高低温性、生物安全性、低致敏性等特征，被广泛应用于各个行业，尤其是医疗领域，且液态硅胶模具制作难度较高，国内掌握液态硅胶核心技术的厂家较少，具有较高的技术进入壁垒。例如，液态硅胶模具加工精度基本要求为 0.005mm，对于模具的高精度要求部位，需要达到 0.002mm 或更高，而塑胶模具加工精度达到 $\leq 0.01\text{mm}$ 就能满足精密模具的要求，此外，液态硅胶生产对每一个细微参数的变化都很敏感，生产系统每一个环节的稳定性都会影响生产，因此实现连续稳定生产也是液态硅胶模具生产的难点之一。

表2: 塑胶模具和液态硅胶模具对比

项目	液态硅胶模具	塑胶模具
发展历史	20 世纪 80 年代，距今 30 余年	20 世纪初，距今约 100 年
材料属性	热固性材料 常温下液态，加热固化	热塑性 加热融化，常温固化
材料流动性	高	低
模具温度	高，150~200℃	多数低于 120℃
模具温度的作用	为液态硅胶零件在高温下固化（硫化）成型提供能量	散去熔融态材料成型过程中冷却固化的热量
热膨胀对模具影响	大	小
是否需要模温分区控制	需要	不需要
模具流道技术差别	冷流道、技术门槛高	热流道、技术门槛正常
模具排气槽加工难度	高，一般 0.003mm 左右，加工精度要达到 0.0005mm	一般，多数材料 0.01-0.03mm
对成型设备的要求	高	一般

资料来源：美好医疗公司公告，信达证券研发中心

公司液态硅胶模具技术赶超国际先进水平。通过多年的液态硅胶技术的理论研究及经验积累，公司已经在液态硅胶模具品质、多模穴技术、短周期生产技术、自动化生产技术方面不断缩小或追平与国外可比公司的差距，部分指标已经赶超国际先进水平。此外，公司还研发出了“液态硅胶+塑胶”双色成型技术、液态硅胶+纺织物、金属、磁铁等多组分成型技术，极大简化组装程序，且成功开发并量产 128 穴液态硅胶模具，成型周期在 10 秒以内，大大提升模具生产效率。液态硅胶技术的积累为公司业务拓展奠定了扎实的技术基础。

表3: 公司液态硅胶技术的领先性

项目	公司水平	国际先进水平	国内先进水平
精度（毫米）	0.002	0.001-0.005	0.005-0.01
表面粗糙度（微米）	0.03-0.06	0.03-0.08	0.06-0.16
最小 R 角（毫米）	0.01	0.01	0.05
使用寿命（万次）	100（部分模具可到 400）	100	50-100

资料来源：美好医疗公司公告，信达证券研发中心

2.2 自动化生产经验丰富，提升公司生产效率

持续加大自动化投入，自动化生产能力不断增强。公司在发展过程中，不断加大在自动化方面的投入，在自动化设计开发与制造技术、医疗器械制造工艺开发技术等方面积累了丰富的经验，针对各类生产工序开发了一整套自动化生产系统，通过多个注塑单元、多个自动化转移单元、多个中间工序和后工序单元，实现了多组份复杂结构产品的自动化生产。

目前公司开发的自动生产系统包括：面罩网布气流控制全自动生产系统、转移注塑双色成型呼吸面罩产品全自动生产系统、呼吸机加热组件组装测试及追溯系统、内嵌加热丝螺旋管挤出同步自动放丝设备、呼吸机测试用恒压气流源研发、呼吸面罩管路连接头自动化组装生产设备等自动化。

提升公司生产效率，满足客户生产需要。自动化生产能力一方面满足了客户在新产品开发过程中对自动化各方面的需求，另外自动化能力的建设，节省人力，较大的提高公司的生产效率和产品品质，提高盈利能力。比如公司自主设计的气流网布全自动生产线可减少原有生产流程 10 余人的工作量，并解决了产品的一致性、稳定性和产品自动遴选问题。

图9: 公司模具及自动化能力情况



塑胶精密注塑设备



LSR 液态硅胶精密注塑设备

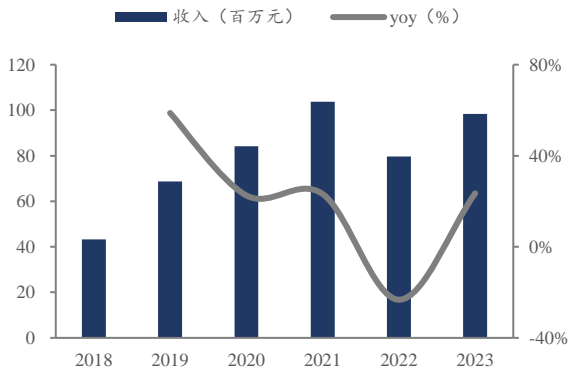


自动化设备

资料来源：美好医疗招股说明书，信达证券研发中心

公司下游客户如医疗器械、家电等企业一般以产品设计和整机组装为主，不具备精密模具和注塑的设计和生产能力，为了协助客户取得质量稳定、有成本竞争力的产品，公司凭借较强的模具生产设计能力和自动化水平，积极参与客户组件产品相关的设计开发和转化阶段，包括产品结构的改进、模具结构的优化、模具和自动化系统的量产等，为客户提供新产品的开发和生产转换服务，并使用客户采购的精密模具生产产品并销售给客户。

从精密模具及自动化设备收入来看，随着公司和老客户合作加深，并不断拓展新的客户群，公司精密模具及自动化设备收入保持上升趋势，从 2018 年的 4327 万元增长到 2023 年的 9834 万元，其中 2021 年主要是因为新增客户 ELLUME，其模具穴数较多，单个模具的报价较高，叠加客户 A 新一代产品模具的结构和复杂度有所提升导致单模具价格也有所上升，因此收入达到 1.04 亿元 (yoy+23%)。

图10: 公司精密模具及自动化设备收入情况 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图11: 公司精密模具及自动化设备前五大客户情况 (2021)

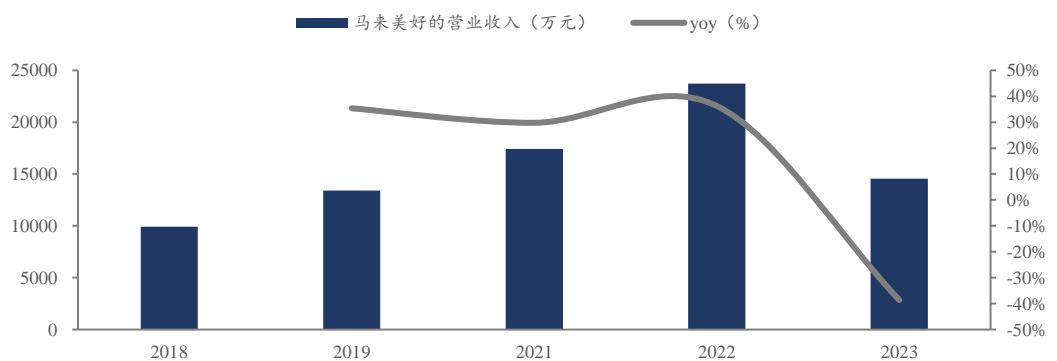
前五大客户名称	金额	占比
ELLUME	4,417.35	42.58%
客户 A	2,796.41	26.95%
客户 B	871.97	8.40%
MeHow Medical Ireland Limited	344.02	3.32%
深圳市东方亮彩精密技术有限公司	342.5	3.30%
合计	8,772.25	84.56%

资料来源: 美好医疗公司公告, 信达证券研发中心

2.3 进行海外产能布局, 满足客户供应链管理要求, 提升服务能力

积极进行海外产能布局, 提升客户服务能力。鉴于部分客户终端市场主要在海外, 为提升客户服务能力, 满足客户供应链管理要求, 2015年, 公司启动在马来西亚建厂, 2016年, 一期项目投产, 2019年马来基地二期建设完成, 并逐步释放产能, 目前马来西亚厂房已经全部投入运营, 主要负责家用呼吸机组件的生产。随着马来生产基地逐步扩产并投入使用, 其业务收入也逐步提升, 马来美好主营业务收入从2018年的9907万元增长到2022年的2.37亿元, 未来马来基地供应的比例会应客户需求增长而进一步提升。

当前, 公司已经启动了马来子公司的三期扩产建设项目(建设周期预计为2年), 我们预计建设完成后, 马来基地将作为公司海外业务拓展的重要支撑, 有效提升了公司在海外市场的服务水平和响应速度, 进一步增强公司海外交付能力。

图12: 马来西亚营收情况


资料来源: wind, 美好医疗招股说明书, 美好医疗2022年年报, 美好医疗2023年年报, 信达证券研发中心

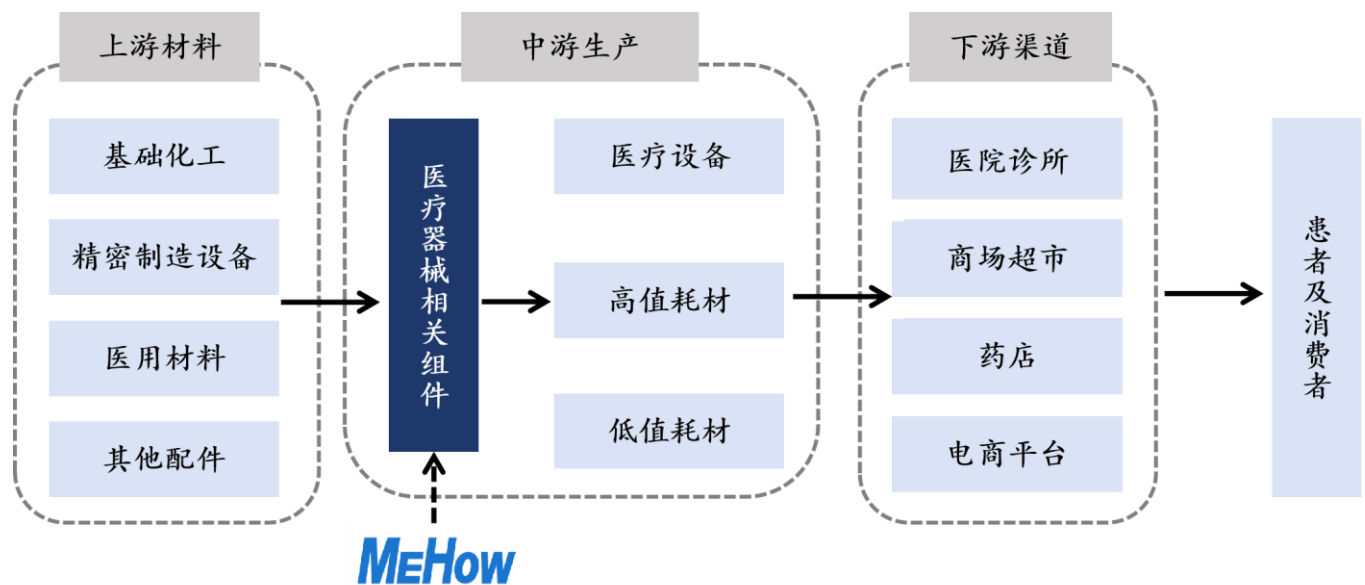
国内产能充足, 大亚湾产业园为业务中长期发展提供保障。公司扎根国内, 依托国内的人力、技术和原材料成本优势, 提升竞争力, 同时为匹配公司中期市场规划和满足客户需求的重要战略举措, 更好服务及开拓国内头部客户, 公司在惠州大亚湾启动了新产业园的建设, 目前大亚湾新产业园完全建成并投入使用, 产能充足, 为多元化业务发展提供坚实的生产保障。

三、夯实两大基石业务，加速新客户拓展，实现多元化发展

在产业链中，公司处于中游生产环节，主要从事医疗器械组件及产品的开发和生产。凭借着领先的塑胶和液态硅胶精密模具及成型技术、自动化技术、精密制造技术和完善的医疗器械生产和质量管理体系，公司为国内外医疗器械客户提供从产品设计开发到批量生产交付的全流程服务。

目前，公司的战略客户主要是全球家用呼吸机市场龙头企业之一的客户 A 和人工植入耳蜗全球市场龙头企业之一的客户 B，家用呼吸机和人工植入耳蜗组件成为了公司的核心业务。此外，基于突出的研发、制造能力和品牌影响力，公司拓展了新的业务领域和客户群，在监护、急救等医疗器械领域及手机防水组件、咖啡壶等家用和消费电子领域均取得了一定的突破。

图13: 公司所处产业链情况

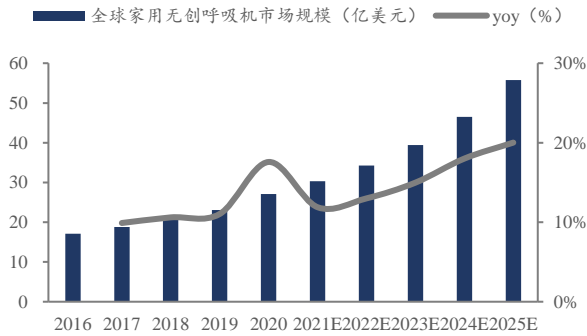


资料来源：美好医疗招股说明书，信达证券研发中心

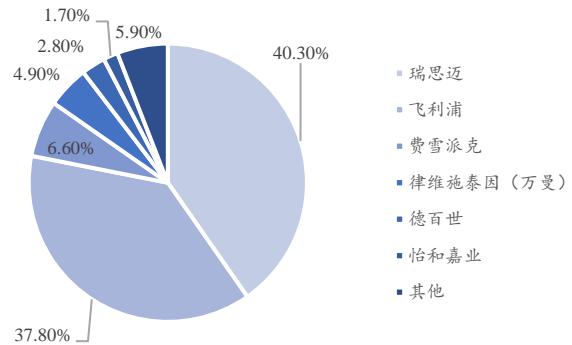
3.1 家用呼吸机组件：和客户 A 合作稳定且存在加深趋势，业务稳步发展

家用呼吸机是在专业医疗机构之外的任何场所下使用的呼吸机，主要用于睡眠呼吸暂停低通气症、治疗中轻度呼吸衰竭和呼吸功能不全等，通过为患者提供通气辅助和增加肺通气量，保持患者正常的生理功能，提高患者的生活质量。家用呼吸机由呼吸机主机、呼吸面罩及呼吸管路组成。

需求较大，家用呼吸机市场不断扩容，市场集中度较高。目前，家用呼吸机是治疗阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合症(OSAHS)中非药物治疗的首选方案，也是慢性阻塞性肺疾病(COPD，全球死亡率前四的疾病)治疗指南中推荐的首选方案，随着人口老龄化加剧，以及生态环境发生改变，OSAHS 和 COPD 的发病率不断增加，需求人群不断扩大，治疗率有望不断提升。根据怡和嘉业招股说明书，全球家用无创呼吸机市场规模有望从 2016 年的 17.07 亿美元增长到 2025 年的 55.77 亿美元，年复合增速为 14%。从市场格局来看，瑞思迈和飞利浦作为行业两大巨头，合计市占率接近 80%，集中度较高，呈现寡头垄断状态。

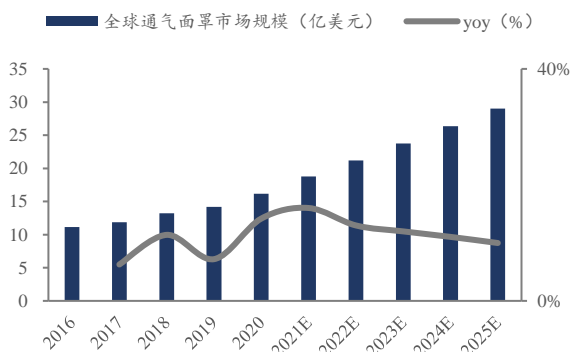
图14: 全球家用无创呼吸机市场规模 (2016-2025E)


资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 弗若斯特沙利文分析, 信达证券研发中心

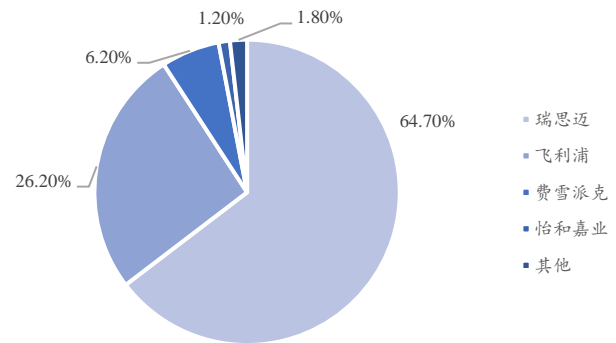
图15: 全球家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分 (2020)


资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 弗若斯特沙利文分析, 信达证券研发中心

随着呼吸机保有量的增加, 面罩更换的需求逐年增加。通气面罩是人机连接装置, 直接与人面部接触, 舒适度及密封性直接影响用户体验和治疗效果, 通过一条管路来连接到呼吸机, 经过呼吸机主机加压过的空气经由管路进入面罩, 再进入鼻腔或口腔。通气面罩属于消耗品, 根据使用频次, 3-6 个月需要进行更换, 随着呼吸机保有量的增加, 面罩更换的需求逐年增加。根据怡和嘉业招股说明书, 全球通气面罩 2016 年市场规模约为 11.16 亿美元, 到 2025 年有望达到 28.99 亿美元, 年复合增速为 11%。从市场竞争格局来看, 瑞思迈市场份额第一, 占全球市场约 64.7% 的份额, 遥遥领先。

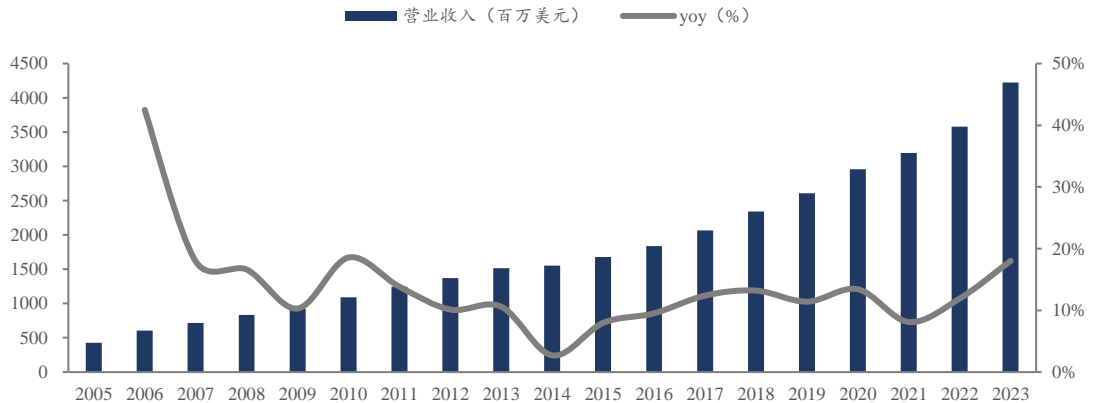
图16: 全球通气面罩市场规模 (2016-2025E)


资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 弗若斯特沙利文分析, 信达证券研发中心

图17: 全球通气面罩市场按厂家的销售额拆分 (2020)


资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 弗若斯特沙利文分析, 信达证券研发中心

飞利浦退出美国家用呼吸机市场, 瑞思迈市占率有望进一步提升。2021 年 6 月, 由于用于抑制设备噪音的泡沫部件可能会降解并有毒, 存在潜在的致癌风险, 飞利浦召回了数百万台呼吸设备和呼吸机, 2022 年, FDA 将 I 类指定范围进一步扩大到飞利浦呼吸设备, 飞利浦呼吸机业务开始面临较大的风险。2024 年 1 月底, 飞利浦伟康 (飞利浦睡眠和呼吸护理业务, Philips Respironics) 宣布, 未来几年内将不会在美国销售新的睡眠呼吸暂停治疗设备。从瑞思迈的业务发展来看, 营业收入从 2005 年的 4.26 亿美元增长到 2023 年的 42.23 亿美元, 年复合增速达 14%, 随着飞利浦呼吸机召回事件发生, 业务拓展呈现加速趋势, 2023 年同比增长超 18%。我们认为随着飞利浦退出美国家用呼吸机市场, 龙头企业瑞思迈市占率有望进一步提升。

图18: 瑞思迈 2005-2023 年营业收入情况


资料来源: wind, 信达证券研发中心

和客户 A 合作稳定，业务合作不断加深。公司与客户 A 从 2008 年开始合作，最初主要提供呼吸机非关键零件及模具的开发服务，而后，公司凭借完善的医疗器械生产管理体系、精密的模具制造技术、雄厚的产品研发实力、自主创新开发的自动化生产系统，逐步得到客户 A 的信赖与认可，双方合作品类不断增加，目前公司已经成为客户 A 市场上主打销售的家用呼吸机的核心组件开发参与者和批量生产的核心供应商，并从 2017 年开始参与了新一代呼吸机的整套结构组件的材料、结构、模具、自动化、生产工艺、品质标准等方面的开发，和客户 A 的合作关系长期、稳定、持续。

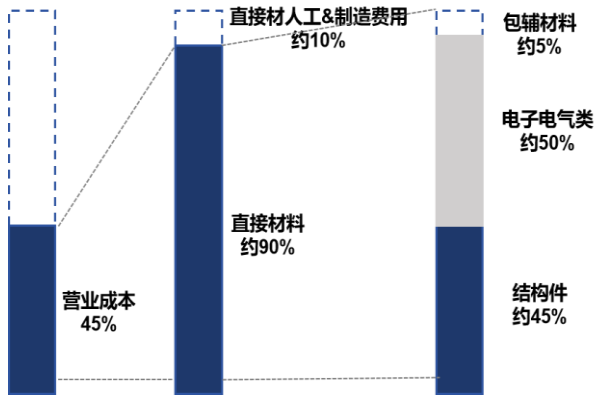
表4: 公司与客户 A 合作的呼吸机及呼吸面罩结构组件情况

一级结构	二级结构	公司是否提供组件
呼吸机主机	主体和加热模块	是
	用户界面	是; 公司提供结构组件
	通讯模块	是; 公司提供结构组件
	风机	是; 公司提供结构组件
	雾化器水箱	是
	PCBA 主板及控制软件	否
呼吸面罩	主体框架	是
	管路连接头	是
	硅胶罩	是
	头带	否

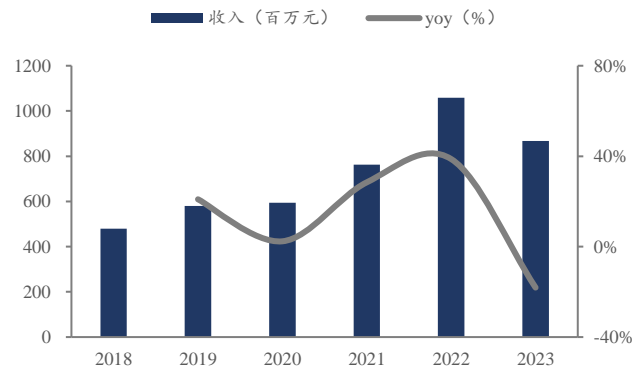
资料来源: 美好医疗公司公告, 信达证券研发中心

组件材料在呼吸机成本中占比约 16%，合作可拓展空间较大。参考呼吸机整机生产企业怡和嘉业的营业成本构成，直接材料在营业成本中占比约为 90%，而结构件在直接材料采购中占比约 4 成，由此推算结构件材料在呼吸机的成本占比约为 16%。作为客户 A 的核心供应商，公司对客户 A 的销售额在客户 A 的营业成本占比仅为 7%左右，我们认为仍有较大的合作拓展空间。

公司家用呼吸机业务收入稳步增长。随着客户 A 业务拓展及合作加深，公司家用呼吸机业务稳步增长，从 2018 年的 4.80 亿元增长到了 2022 年的 10.59 亿元，年复合增速 22%，2023 年由于下游客户去库存影响，收入略有下滑，我们认为公司在家用呼吸机业务板块的波动或是暂时的，未来随着去库存进入尾声，有望逐步恢复。

图19: 呼吸机成本构成 (%)


资料来源: wind, 怡和嘉业招股说明书, 信达证券研发中心

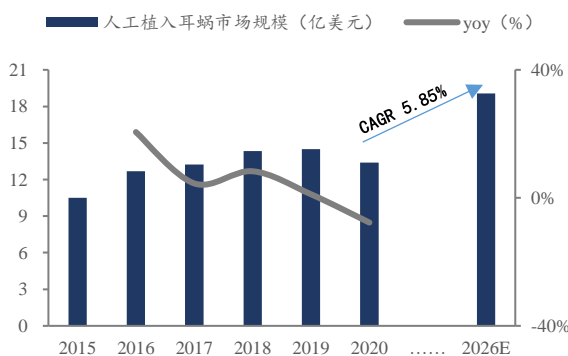
图20: 公司家用呼吸机业务收入情况


资料来源: wind, 信达证券研发中心

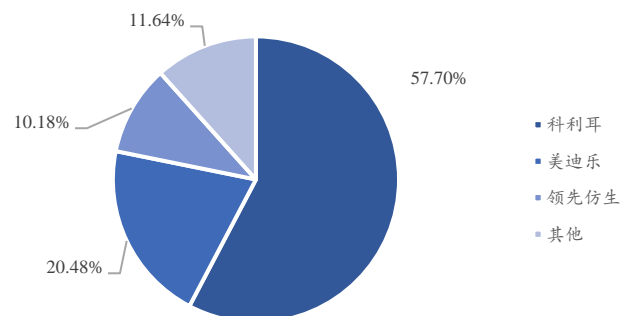
3.2 人工植入耳蜗组件: 市场需求复苏, 业务恢复增长

人工植入耳蜗也称为电子耳蜗、仿生耳、电子仿生耳, 是目前运用最成功的生物医学工程助听装置, 由外置声音处理器将声音转换为一定编码形式的电信号, 通过植入体内的电极系统直接刺激听力神经, 来恢复、提高及重建轻度到重度失聪患者的听觉功能, 已成为全球范围内治疗轻度到重度失聪的常规方法。

人工植入耳蜗市场保持稳步增长态势。根据美好医疗招股说明书, 人工植入耳蜗市场规模从2015年的10.51亿美元增长到了2019年的14.5亿美元, 年复合增速为8.38%, 2020年, 受新冠疫情的影响, 除儿童手术外的大多数患者选择推迟手术, 人工植入耳蜗的市场规模有所下降, 市场规模下降至13.38亿美元, 预计未来几年将保持稳步增长, 到2026年有望达到19.07亿美元的规模。从市场竞争格局来看, 全球人工植入耳蜗市场被科利耳、美迪乐和领先仿生三家垄断, 2020年三家公司合计产量占有全球产量的比例达到88.96%, 集中度较高。

图21: 全球人工植入耳蜗市场规模 (2016-2025E)


资料来源: 美好医疗招股说明书, 信达证券研发中心

图22: 全球人工植入耳蜗市场格局 (2020)


资料来源: 美好医疗招股说明书, 信达证券研发中心

技术铸造较高的进入壁垒, 合作稳定, 人工植入耳蜗业务稳步增长。人工植入耳蜗技术涉及微电子、精密机械、耳科医学、仿生学、心理学、语言学和生理学等10多个学科, 涵盖信号处理、集成电路、微电子芯片、产品模块设计、密封、材料生物相容等多种技术与工艺, 技术门槛高, 公司与客户B的合作始于2011年, 并于2019年和客户B在人工植入耳蜗新产品结构组件开发方面展开全面合作并签订战略合作协议, 合作稳定。公司人工植入耳蜗组件主要包含外置声音处理器组件、植入体组件和附件等, 产品价值量在客户B的营业成本中

占比不到 4%，仍有较大的合作提升空间。

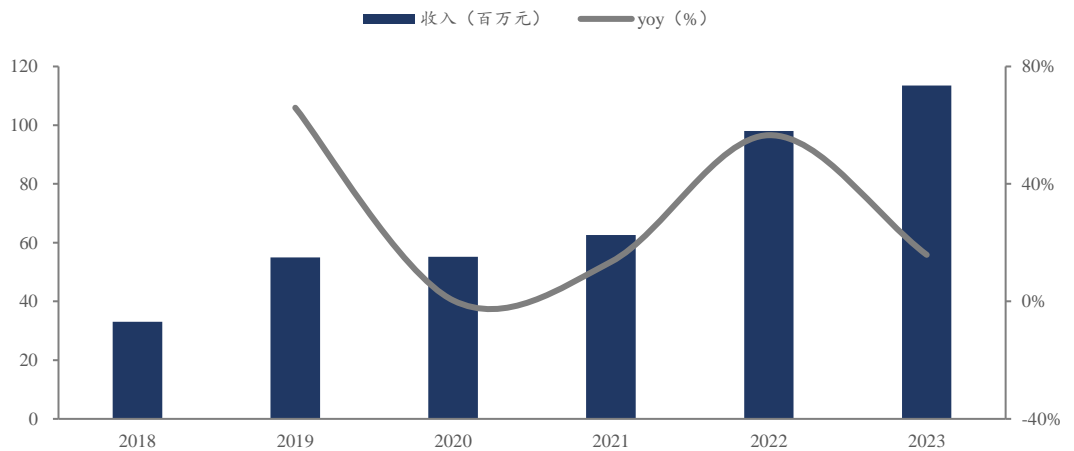
表5: 公司与客户 B 合作的人工耳蜗组件情况

一级结构	二级结构	公司是否提供组件
外置声音处理器	声音传输单元	是；公司提供结构组件
	声音接受单元	是；公司提供结构组件
	电池组件	是；公司提供结构组件
	PCBA 主板及控制软件	否
植入体	植入硅胶组件	否
	植入接收单元	是；公司提供钛合金主体及磁铁组件
	电极	是；公司提供电极导线分线器
	PCBA 主板及控制软件	否
附件	防水、外耳挂钩、保护等组件	是

资料来源：美好医疗公司公告，信达证券研发中心

从收入规模来看，公司人工植入耳蜗业务保持较快的增长，从 2018 年的 3312 万元增长到 2023 年 1.14 亿元，年复合增速达 28%。其中 2019 年由于公司与客户 B 签订长期战略合作协议，人工植入耳蜗业务收入实现了较大规模增长，同比增长 65.95%，2020 年受疫情冲击，下游需求有所下滑，公司人工植入耳蜗业务收入基本持平，随着海外市场陆续走出疫情阴霾，常规诊疗逐步恢复，人工植入耳蜗需求逐渐复苏，未来随着客户 B 市场规模不断扩大，公司人工植入耳蜗业务也有望保持稳步增长。

图23: 公司 2018-2023 年人工植入耳蜗业务收入变化

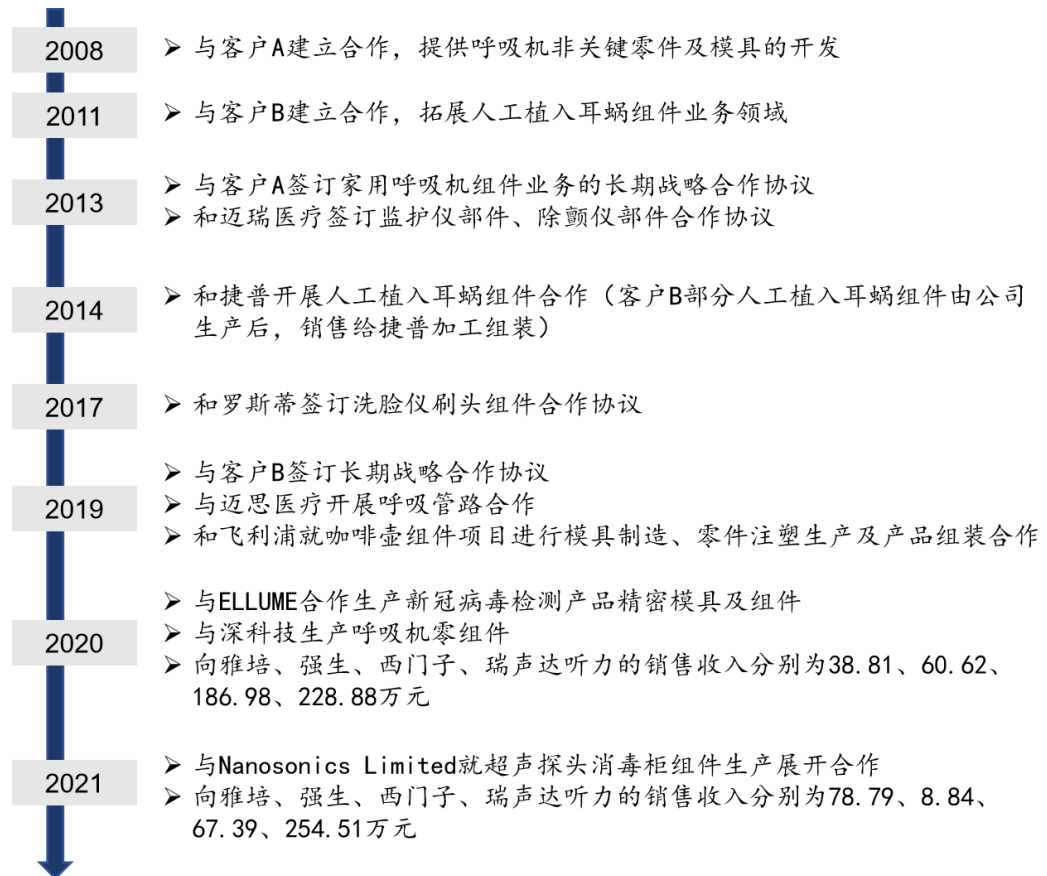


资料来源：wind，信达证券研发中心

3.3 多元化业务：依托技术硬实力，加速新客户拓展，平台扩张能力凸显

公司凭借医疗器械组件及产品的研发实力、精密模具的设计和制造技术、自动化生产系统的开发和创新能力等，在行业内树立了较高的品牌知名度。

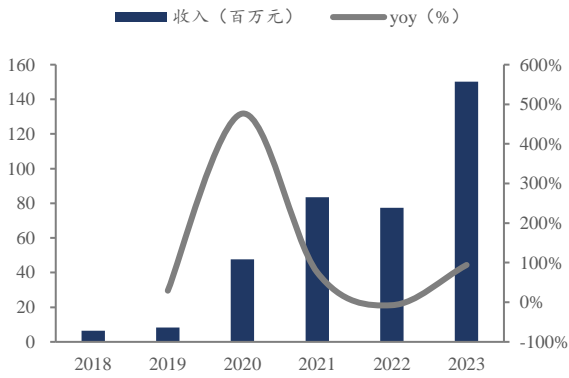
近年来，公司不断拓展全球医疗器械优质客户，为多家全球领先的医疗器械企业如迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等提供监护、给药、介入、助听等细分领域产品和组件的开发及生产服务，并积极拓展电生理、器械消毒、手术机器人、眼科器械、血糖管理、体外诊断等细分赛道，目前，公司已经获得胰岛素注射笔的订单，处于量产逐步放量的过程。此外，公司还将精密模具和液态硅胶技术应用到了家用和消费电子类领域，新增了手机防水组件、咖啡壶组件等新业务。

图24: 公司客户拓展时间轴


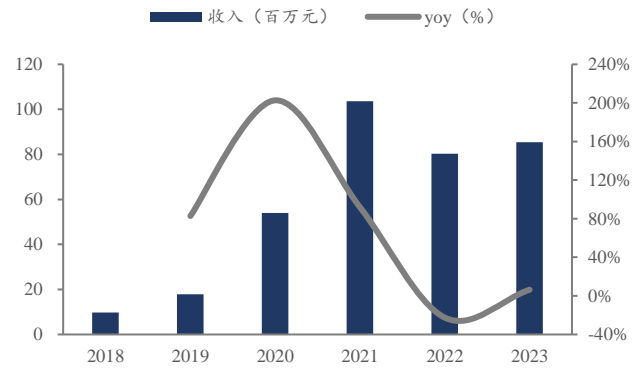
资料来源：美好医疗招股说明书，美好医疗公司公告，信达证券研发中心

公司客户、产品线、应用领域的逐步增加，推动了公司销售收入的增长。从公司新业务收入情况来看，家用及消费电子组件业务收入从2018年的639万增长到了2023年的1.50亿元，年复合增速达88%，其中贡献最为明显的是飞利浦的咖啡机组件业务，2019年，飞利浦咖啡壶组件项目与公司开始进行模具制造、零件注塑生产及产品组装业务合作，当年咖啡机收入贡献仅为195万元，到2021年已达4853万元，随着公司在液态硅胶+塑胶、双色模具制造、生产能力及自动化生产能力方面得到了飞利浦的认可，未来合作规模有望进一步扩大。

在其他医疗产品组件领域，公司2021年向ELLUME销售新冠病毒检测产品组件及精密模具等收入快速增长，推动其他医疗产品组件业务收入增长92%达1.04亿元，此外，公司和医疗领域的其他客户如迈瑞、强生、雅培、西门子、瑞声达听力等均保持稳定合作，2023年，公司其他医疗产品组件业务在没有新冠疫情相关收入基数影响后，实现收入8541万元，同比增长6.39%。

图25: 公司家用及消费电子组件业务收入变化


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图26: 公司其他医疗产品组件业务收入变化


资料来源: wind, 信达证券研发中心

我们认为公司利用液态硅胶的核心竞争力和良好的精密制造能力，在新业务领域已经取得较为明显的突破，由于底层技术具有较好的延展性，液态硅胶在医疗、母婴、食品、消费电子等领域被越来越广泛的应用，公司有望进一步开拓其他领域的客户，展现较强的业务成长性。

表6: 液态硅胶应用领域较为广泛

应用领域	相关产品
医疗领域	植入、介入类医疗器械（硅酮支架、人造软骨组织、球囊、医疗器械药液传输通路的连接件）、可视化医疗器械的镜头组件
母婴领域	婴儿奶嘴、婴幼儿餐具、婴幼儿牙刷
食品领域	复杂结构水杯密封件、高端食品盛装器具、食品器械的密封件和缓冲件
消费电子领域	捅针杆、卡托等防水类组件产品

资料来源: 美好医疗公司公告, 信达证券研发中心

四、业务拆分、估值与投资评级

4.1 业务拆分及盈利预测

公司业务按照产品划分可分家用呼吸机组件、精密模具及自动化设备、家用及消费电子组件、人工植入耳蜗组件、自主产品、其他医疗产品组件业务等。我们对公司业务做以下假设：

- 1) **家用呼吸机组件业务：**考虑公司客户 A 去库进入尾声，需求逐步恢复，我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别 20%、20%、20%，毛利率分别为 44%、44.5%、45%。
- 2) **精密模具及自动化设备业务：**考虑公司家用呼吸机及人工植入耳蜗组件业务规模逐步扩大，并持续拓展新客户，随之精密模具及自动化设备需求不断上升，我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别 25%、24%、22%，毛利率分别为 39.5%、39.5%、39.5%。
- 3) **家用及消费电子组件业务：**考虑公司凭借精密模具及自动化技术能力，不断拓展业务边界，新客户需求逐步放量，我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别 55%、45%、40%，毛利率分别为 23.5%、23.5%、23.5%。
- 4) **人工植入耳蜗组件业务：**考虑公司和客户 B 合作稳定且持续加深，随着客户 B 业务规模扩大，对公司人工植入耳蜗组件的需求不断上升，我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别 15%、15%、15%，毛利率分别为 64.5%、64.5%、64.5%。
- 5) **自主产品业务：**考虑公司肺功能仪等产品当前收入规模较小，随着市场推广加速，我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别 80%、60%、55%，毛利率分别为 55%、55%、55%。
- 6) **其他医疗产品组件业务：**考虑公司已经在医疗精密组件领域打造了较好的市场口碑，和迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等顶级医疗器械厂商合作有望加深，我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别 30%、30%、30%，毛利率分别为 36%、36%、36%。
- 7) **其他类：**我们预计 2024-2026 年收入同比增速为 20%，毛利率为 30%。
- 8) **其他业务：**我们预计 2024-2026 年收入同比增速为 10%，毛利率为 70%。

表7: 美好医疗业务拆分

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	887.94	1137.46	1415.28	1337.55	1672.63	2083.54	2588.21
YoY (%)	19.59%	28.10%	24.42%	-5.49%	25.05%	24.57%	24.22%
总成本 (百万元)	444.04	626.65	806.10	776.90	969.82	1213.80	1513.92
毛利润 (百万元)	443.90	510.81	609.18	560.64	702.81	869.74	1074.29
毛利率 (%)	49.99%	44.91%	43.04%	41.92%	42.02%	41.74%	41.51%
分业务情况							
(1) 家用呼吸机组件							
收入 (百万元)	594.10	763.06	1,058.57	866.76	1040.11	1248.13	1497.76
yoy (%)	2.35%	28.44%	38.73%	-18.12%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	48.48%	45.10%	42.88%	42.98%	44.00%	44.50%	45.00%
(2) 精密模具及自动化设备							
收入 (百万元)	84.20	103.75	79.64	98.34	122.92	152.43	185.96
yoy (%)	22.54%	23.22%	-23.24%	23.48%	25.00%	24.00%	22.00%
毛利率 (%)	44.11%	41.42%	39.17%	39.00%	39.50%	39.50%	39.50%

(3) 家用及消费电子组件							
收入 (百万元)	47.62	83.56	77.36	150.24	232.87	337.67	472.73
yoy (%)	476.51%	75.47%	-7.42%	94.21%	55.00%	45.00%	40.00%
毛利率 (%)	41.04%	38.73%	26.47%	23.43%	23.50%	23.50%	23.50%
(4) 人工植入耳蜗组件							
收入 (百万元)	55.15	62.58	98.00	113.55	130.59	150.17	172.70
yoy (%)	0.35%	13.47%	56.60%	15.87%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	63.85%	59.52%	65.42%	63.70%	64.50%	64.50%	64.50%
(5) 自主产品							
收入 (百万元)	48.32	14.45	5.35	12.58	22.64	36.22	54.33
yoy (%)	847.45%	-70.10%	-62.98%	135.08%	80.00%	60.00%	50.00%
毛利率 (%)	79.26%	58.26%	53.68%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
(6) 其他医疗产品组件							
收入 (百万元)	54.00	103.63	80.28	85.40	111.02	144.33	187.63
yoy (%)	202.69%	91.91%	-22.53%	6.38%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	42.28%	40.17%	36.46%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%
(7) 其他类							
收入 (百万元)	2.52	2.75	10.97	7.28	8.74	10.49	12.59
yoy (%)	-52.00%	9.13%	298.91%	-33.60%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	56.53%	52.43%	29.50%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
(8) 其他业务							
收入 (百万元)	2.03	3.68	5.11	3.39	3.73	4.11	4.52
yoy (%)	6.28%	81.28%	38.86%	-33.60%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	70.61%	70.51%	80.33%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

根据以上假设, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.73 亿元、20.84 亿元、25.88 亿元, 同比增速分别为 25.0%、24.6%、24.2%, 2024-2026 年实现归母净利润为 3.93 亿元、4.93 亿元、6.16 亿元, 同比分别增长 25.5%、25.3%、25.0%, 对应当前股价 PE 分别为 28、23、18 倍。

表8: 公司盈利预测情况 (2023-2026E)

单位/百万	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,338	1,673	2,084	2,588
(+/-)(%)	-5.5%	25.0%	24.6%	24.2%
归母净利润	313	393	493	616
(+/-)(%)	-22.1%	25.5%	25.3%	25.0%
ROE(%)	9.8%	11.5%	13.3%	15.1%
EPS(元)	0.77	0.97	1.21	1.51
P/E	35.50	28.30	22.58	18.06
P/B	3.50	3.26	3.00	2.72

资料来源: wind, 信达证券研发中心 (数据时间截止至 2024.06.24)

4.2 估值与投资评级

我们选取国内医疗器械上游部件生产商奕瑞科技、海泰新光以及具有精密模具或产品的研发、设计、生产能力的昌红科技作为可比公司，2024-2026年可比公司的平均估值分别36倍、25倍、17倍。由于公司底层技术延展性较好，可拓展领域较广，业务成长空间较大，首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

表9: 可比公司估值情况

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2024PE	2025PE	2026PE
			2024	2025	2026			
688677.SH	海泰新光	48.84	2.10	2.74	3.49	23	18	14
688301.SH	奕瑞科技	176.08	8.31	10.44	12.63	21	17	14
300151.SZ	昌红科技	83.44	1.34	2.06	3.70	62	41	23
	均值					36	25	17
301363.SZ	美好医疗	111.22	3.93	4.93	6.16	28	23	18

资料来源: wind, 信达证券研发中心 (数据来自wind 一致预期, 时间截止至2024.06.24)

五、风险因素

- 1) **大客户依赖风险**: 公司核心业务为呼吸机组件产品和人工植入耳蜗组件产品, 主要来自客户 A 和客户 B, 2021-2023 年两类业务收入合计占公司总营收比重分别为 72.59%、81.72%、73.29%, 如果客户 A 或客户 B 的业务拓展不及预期, 或者由于贸易摩擦导致客户 A 和客户 B 减少甚至取消与公司的合作, 公司业绩增速存在放缓甚至下滑的风险。
- 2) **汇率波动风险**: 公司 2021-2023 年境外收入占比分别为 89.14%、93.85%、86.72%, 汇率的波动会引起公司产品的价格变动, 进而可能对公司业绩产生一定影响。
- 3) **新业务拓展不及预期风险**: 公司基于精密模具、自动化技术能力不断拓展新的业务领域, 增加核心客户数量, 但由于和新客户的业务关系建立存在不确定性, 且需要较长的产品验证周期, 若新业务拓展不及预期, 公司营收增速及盈利能力也将遭受挑战。
- 4) **毛利率波动风险**: 公司 2021-2023 年毛利率分别为 44.91%、43.04%、41.19%, 呈现下滑趋势, 由于公司新业务处于开拓初期, 早期新客户的订单量比较小, 一定程度会影响公司生产效率, 从而影响整体毛利率水平, 如果新客户需求放量不及预期, 公司存在毛利率持续下滑的风险。

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,425	2,359	2,634	2,954	3,442
货币资金	1,230	1,708	1,801	1,950	2,201
应收票据	1	15	7	2	3
应收账款	203	213	275	324	414
预付账款	20	20	31	33	42
存货	433	375	490	615	751
其他	537	28	30	30	32
非流动资产	963	1,164	1,254	1,284	1,287
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	817	867	914	943	962
无形资产	81	80	78	76	74
其他	65	218	262	265	250
资产总计	3,388	3,523	3,888	4,238	4,729
流动负债	307	272	406	459	572
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	22	27	44	43	58
应付账款	160	111	206	223	271
其他	125	135	157	193	243
非流动负债	60	69	70	70	70
长期借款	0	0	0	0	0
其他	60	69	70	70	70
负债合计	367	341	476	529	641
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,021	3,182	3,412	3,709	4,088
负债和股东权益	3,388	3,523	3,888	4,238	4,729

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,415	1,338	1,673	2,084	2,588
同比(%)	24.4%	-5.5%	25.0%	24.6%	24.2%
归属母公司净利润	402	313	393	493	616
同比(%)	29.7%	-22.1%	25.5%	25.3%	25.0%
毛利率(%)	43.0%	41.2%	42.0%	41.7%	41.5%
ROE%	13.3%	9.8%	11.5%	13.3%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	0.99	0.77	0.97	1.21	1.51
P/E	27.66	35.50	28.30	22.58	18.06
P/B	3.68	3.50	3.26	3.00	2.72
EV/EBITDA	33.06	35.33	16.93	13.46	10.88

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,415	1,338	1,673	2,084	2,588
营业成本	806	787	970	1,214	1,514
营业税金及附加	12	9	12	15	18
销售费用	26	32	33	42	52
管理费用	84	101	127	158	194
研发费用	88	120	130	156	186
财务费用	-49	-52	-25	-26	-29
减值损失合计	-3	-7	-2	-1	-1
投资净收益	1	16	11	15	20
其他	11	2	9	16	22
营业利润	457	352	443	555	693
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	457	351	443	555	693
所得税	55	38	50	62	77
净利润	402	313	393	493	616
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	402	313	393	493	616
EBITDA	479	376	552	683	821
EPS(当年)(元)	1.08	0.77	0.97	1.21	1.51

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	381	351	478	518	632
净利润	402	313	393	493	616
折旧摊销	72	92	134	155	157
财务费用	-28	-21	1	1	1
投资损失	-1	-16	-11	-15	-20
营运资金变动	-80	-41	-46	-119	-125
其它	15	23	8	4	3
投资活动现金流	-876	-73	-212	-169	-140
资本支出	-201	-253	-206	-184	-160
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-675	179	-7	15	20
筹资活动现金流	1,107	-153	-175	-201	-241
吸收投资	1,225	0	-1	0	0
借款	-112	0	0	0	0
支付利息或股息	-6	-143	-161	-201	-241
现金流净增加额	647	133	93	148	251

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药分析师，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

吴欣，医药分析师，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。